

미디어/광고

산업의 구조적 변화에 주목하자



신한금융투자

Analyst

홍세종

☎ 02-3772-1584

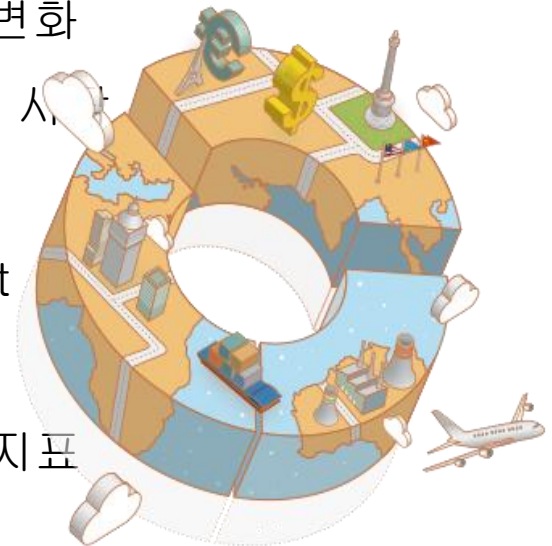
✉ sejonghong@shinhan.com





Contents

- Summary
- Review & Preview
- 하반기 전망: 판권 매출 증가와 규제 변화
- 중장기 전망: 유료방송 과점화 시장의 시사점
- 이슈분석: 씨앤엠 매각 가능성
- 투자전략: ① 중국 후강통 Long/Short
② 글로벌 Long/Short
③ 커버리지 종목 투자지표
- Top Picks: SBS, CJ헬로비전



Summary

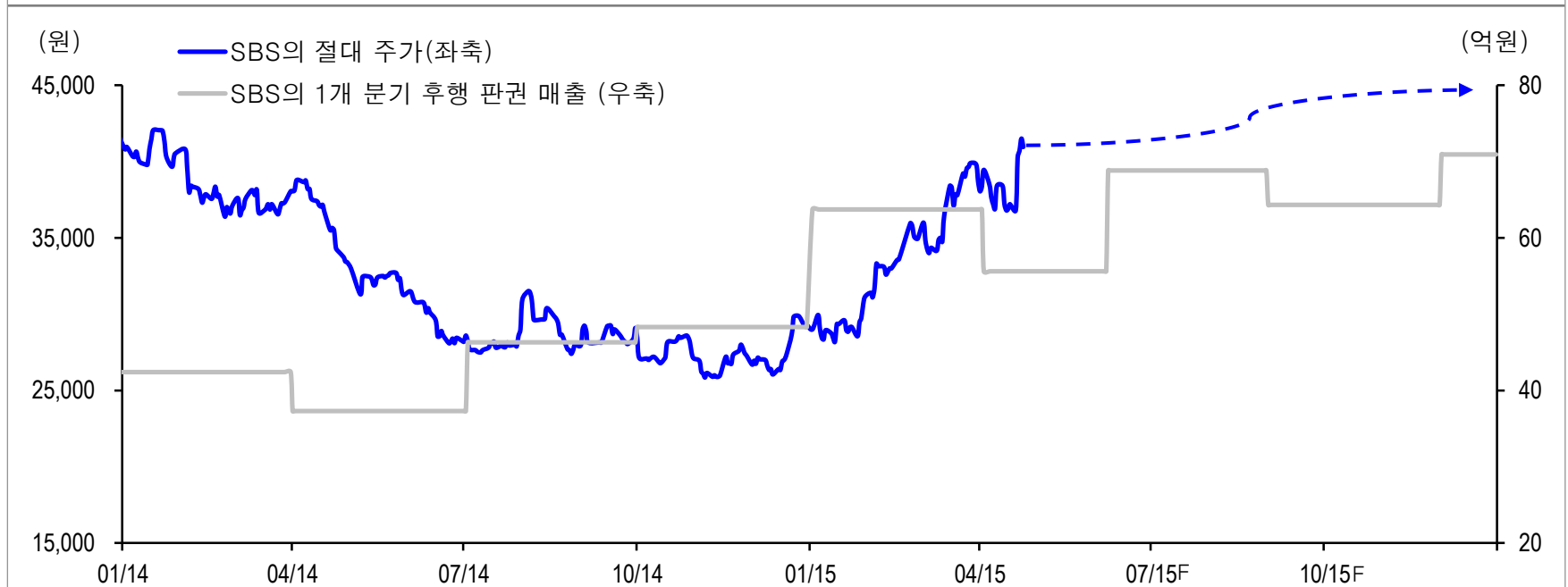
- 콘텐츠 판매를 통한 판권 수익 증가 지속
- 광고총량제 시행으로 지상파 방송의 이익 증가 기대
- 유선 단통법을 통한 보조금 규제 시 전 유료방송사업자 수혜 예상
- 통신3사의 방송 결합률은 1Q16을 기점으로 모두 75% 상회 → 과점화 시장의 시작
- 씨앤엠 매각을 위해서는 유선 시장 수익성 개선이 필수
- Top Picks: SBS, CJ헬로비전

Review & Preview

판권 매출 증가와 광고 규제 완화로 SBS의 주가 상승세 지속 전망

- 4Q14 판권 매출액은 50.3% YoY 증가 → 2015년 SBS 주가 43.7% 상승
- 향후 판권 매출의 점진적인 증가와 광고 규제 완화가 예상되는 바, SBS의 주가는 상승세를 지속할 전망

SBS의 절대 주가, 판권 매출 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한금융투자 추정

하반기 전망: 판권 매출 증가와 규제 변화

2015년 '런닝맨'과 '정글의 법칙' 관련 해외 판권 매출 인식 전망

- 런닝맨 시즌 2의 중국 내 초기 시청률은 4.7%로 흥행몰이 시작
- 런닝맨 시즌 1 판권 매출은 4Q14와 1Q15에, 시즌 2와 정글의 법칙은 2015년 내 수익 인식 기대

달려라 형제(런닝맨) 시즌 2 화면



자료: 언론 자료, 신한금융투자

SBS 예능물의 중국 내 방영 시기 및 판권 인식 예상 시기

	방영 시기	판권 인식 예상 시기
런닝맨 시즌 1	4Q14	4Q14~1Q15
런닝맨 시즌 2	2Q15	2Q15~3Q15
정글의 법칙	3Q15~4Q15	4Q15~1Q16
런닝맨 시즌 3	미정	미정

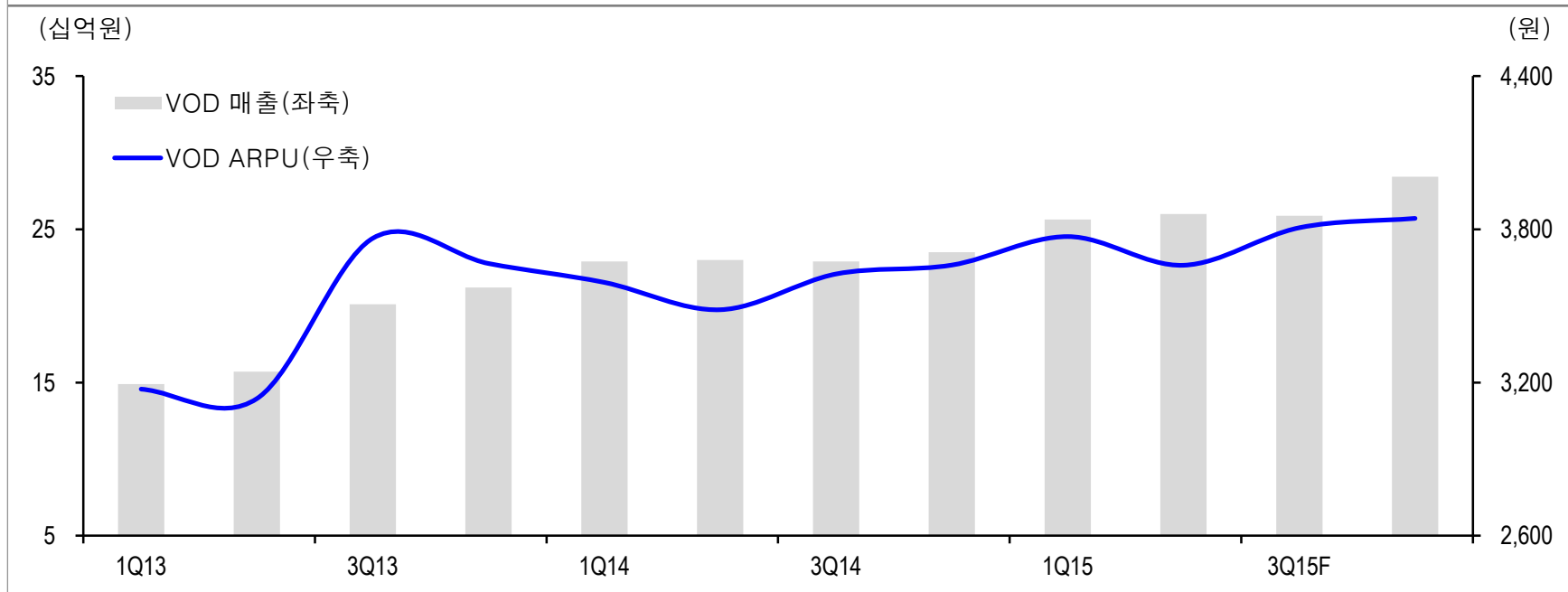
자료: 언론 자료, 회사 자료, 신한금융투자 추정

하반기 전망: 판권 매출 증가와 규제 변화

국내 판권의 핵심인 VOD(주문형비디오)는 15% YoY 성장 전망

- ▶ 국내 최대 케이블 사업자 CJ헬로비전의 하반기 VOD 매출액은 15~20% YoY 성장 전망
- ▶ 2015년 5월 지상파의 VOD 가격 인상(50%)으로 콘텐츠 제값 받기 본격화

CJ헬로비전의 VOD매출 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

하반기 전망: 판권 매출 증가와 규제 변화

광고총량제 시행으로 지상파 방송의 이익 증가 기대

- 전 시간대에 광고총량제 시행 시 SBS의 전사 순이익은 50.8% 증가 가능
- 하반기부터 시행을 가정할 경우 분기 영업이익은 40억원 증가 가능

광고총량제 허용에 따른 SBS 매출과 순이익 변화 추정

전체 시간대의 50% 허용 가정	(십억원, %)	전체 시간대의 100% 허용 가정	(십억원, %)
2015년 예상 방송 광고 자원(a)	842.5	2015년 예상 방송 광고 자원(a)	842.5
판매율(b)	52	판매율(b)	52
판매액(a*b)	438.1	판매액(a*b)	438.1
기타광고 대비 프로그램광고 할증(c)	20	기타광고 대비 프로그램광고 할증(c)	20
기타광고의 광고 내 비중(d)	30	기타광고의 광고 내 비중(d)	30
영향을 받는 광고 시간대(e)	50	영향을 받는 광고 시간대(e)	100
인상 효과(f)	6	인상 효과(f)	6
총량제로 인한 자원 증가율(e*f=g)	3	총량제로 인한 자원 증가율(e*f=g)	6
창출된 전후 광고 자원(a*g=h)	25.3	창출된 전후 광고 자원(a*g=h)	50.6
전후 광고 판매율(i)	55	전후 광고 판매율(i)	55
전후 광고 판매액(h*i=j)	13.9	전후 광고 판매액(h*i=j)	27.8
TV광고 매출액 증가율(j/a)	1.7	TV광고 매출액 증가율(j/a)	3.3
변동비(제작비+@, k)	40	변동비(제작비+@, k)	40
영업이익 증가액(j*(1-k))	8.3	영업이익 증가액(j*(1-k))	16.7
법인세	25	법인세	25
광고총량제로 창출되는 순이익	6.3	광고총량제로 창출되는 순이익	12.5
2015년 예상 전체 순이익(총량제 배제)	24.6	2015년 예상 전체 순이익(총량제 배제)	24.6
총량제 감안한 순이익	30.9	총량제 감안한 순이익	37.2
순이익 증감률	25.4	순이익 증감률	50.8

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

하반기 전망: 판권 매출 증가와 규제 변화

방송통신위원회의 유선 단통법 제정 가능성 고조

- 3월 4주차를 기점으로 방통위는 통신사의 초고속인터넷 경품 관련 조사 착수
- 단통법 시행 이후 무선보조금 감소 → 유선보조금 증가의 풍선 효과 지속, 유선 보조금 규제 시 전 유료방송사업자 수혜

통신사의 결합상품 보조금 예시



서비스	가격
초고속인터넷 TV 인터넷전화	79만원
초고속인터넷 인터넷전화	60만원
초고속인터넷 TV	70만원
초고속인터넷	40만원

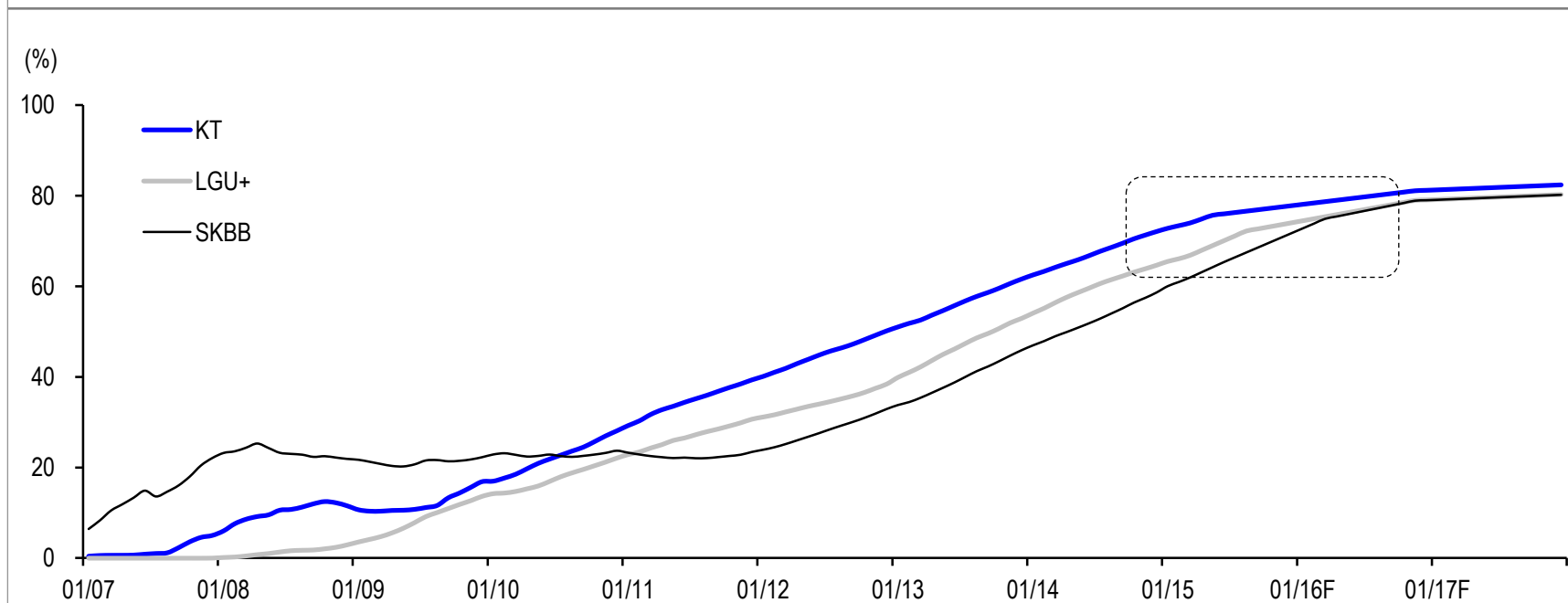
인혜택!

중장기 전망: 유료방송 과점화 시장의 시작

통신 3사의 가입자 성장은 구조적으로 둔화 예상

- 통신 3사의 인터넷 결합률은 1Q16을 기점으로 모두 75% 상회
- 가입자 확보를 위한 출혈 경쟁이 아닌 수익성 위주의 시장 개편 예상

통신 3사 인터넷 가입자의 방송 결합률 추이 및 전망



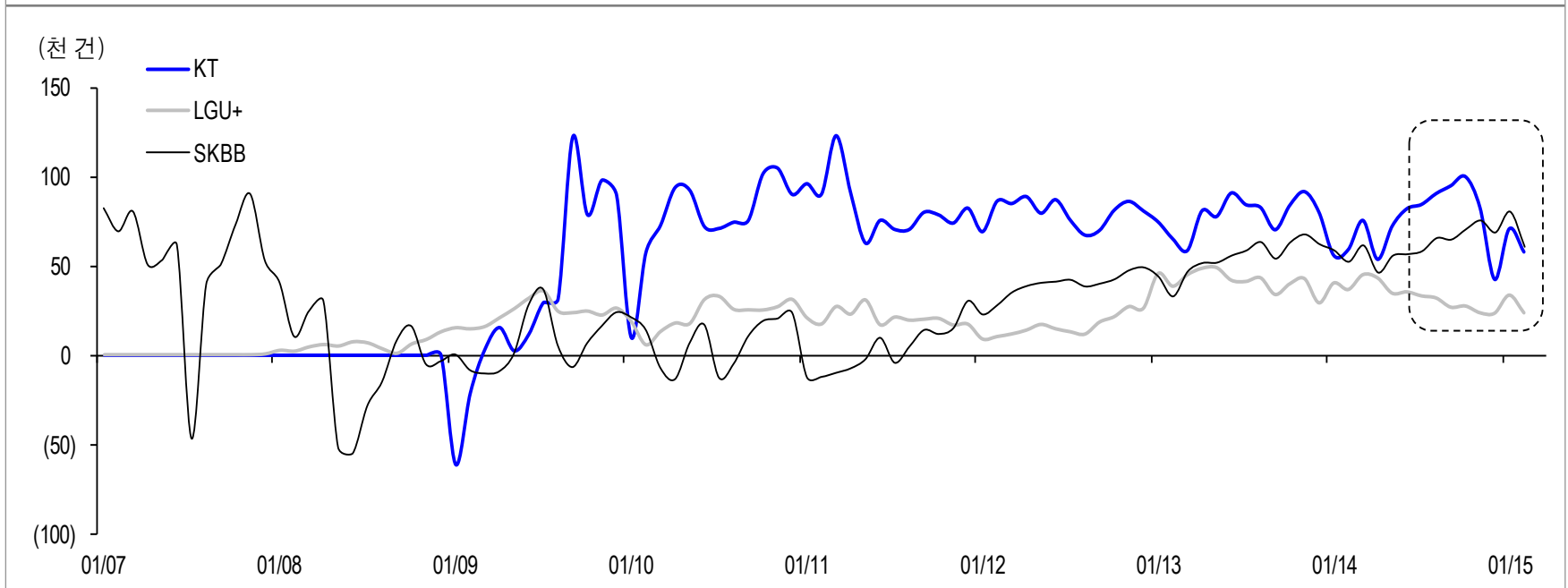
자료: 각 사, 신한금융투자 추정

중장기 전망: 유료방송 과점화 시장의 시작

통신 3사의 가입자 순증세 역시 2H14 대비 둔화 지속

- KT는 3월 합산 규제 통과로 IPTV 가입자 순증이 둔화될 가능성 높음
- SK브로드밴드는 방통위의 유선 보조금 조사로 가입자 순증이 소폭 둔화된 상황

통신 3사의 IPTV 가입자 순증 추이



자료: 각 사, 신한금융투자

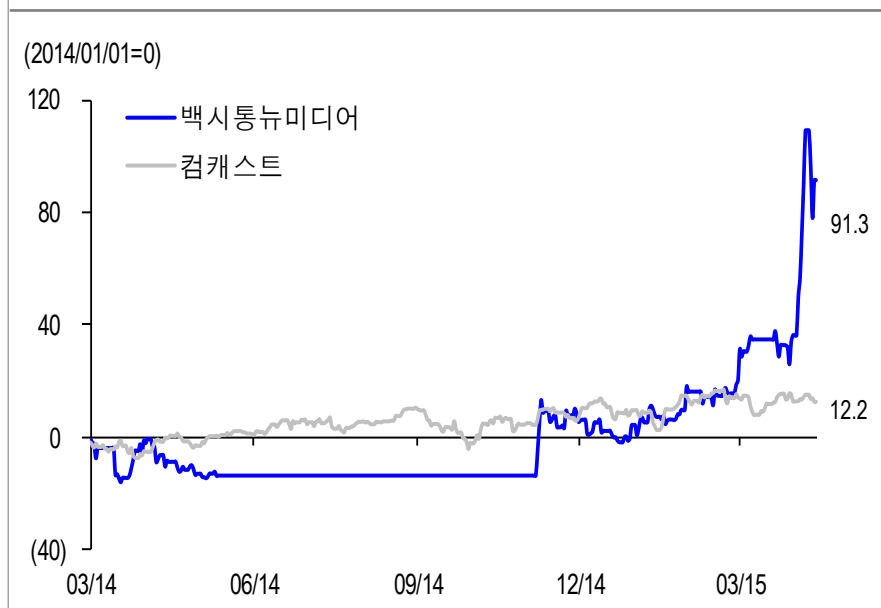
자료: 국민유선방송투자, 언론 자료(MK뉴스), 신한금융투자

투자전략:① 중국 후강통 Long/Short

백시통뉴미디어 'Long', 컴캐스트 'Short'

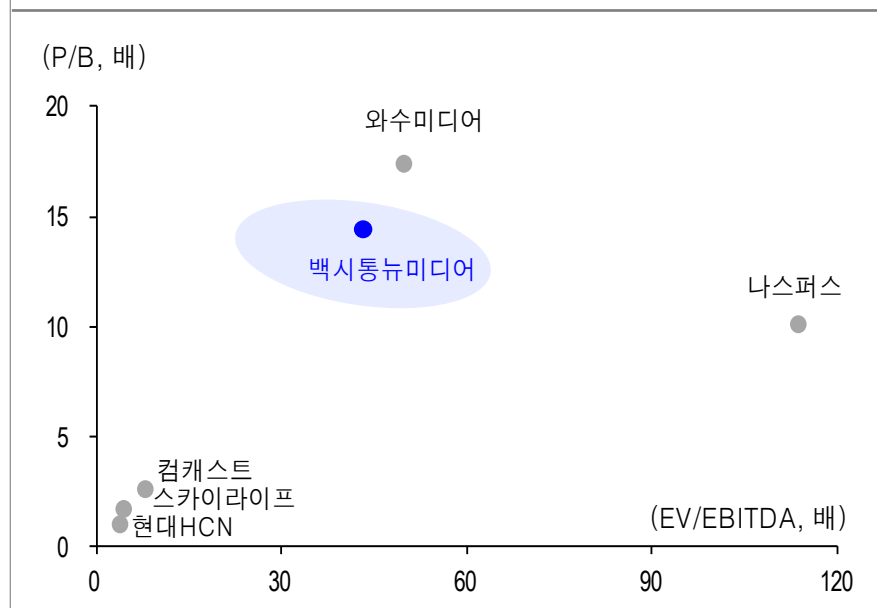
- 백시통뉴미디어: 중국 내 70%의 시장점유율을 자랑하는 최대 IPTV사업자, 2015년부터는 인수합병 효과 기대
- 컴캐스트: 전체 가입자 정체에 따른 매출 성장세 둔화 지속

백시통뉴미디어와 컴캐스트 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

2015년 예상 PBR – EV/EBITDA



자료: Bloomberg, 신한금융투자

투자전략: ② 글로벌 Long/Short

글로벌 광고대행사 제일기획이 이익 성장에서 일본 사업자 대비 우위

회사명		매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)
제일기획	2014	2,666	127	102	19.5	2.3	9.5
	2015F	2,676	160	125	21.2	2.8	11.1
Dentsu	2014	26,661	732	417	27.8	1.2	8.6
	2015F	22,047	665	389	30.1	1.3	8.7
WPP	2014	18,518	2,340	1,469	13.6	1.6	8.4
	2015F	19,420	2,619	1,996	17.5	2.5	11.1
OMNICON	2014	16,018	2,032	1,125	20.5	3.8	7.5
	2015F	16,299	2,076	1,162	18.5	6.8	10.1
PUBLICS	2014	9,572	1,529	1,060	12.4	2.0	7.5
	2015F	11,147	1,644	1,141	16.9	2.5	9.2
JC DECAUX	2014	3,471	327	272	32.9	2.4	12.7
	2015F	3,662	440	322	27.3	2.7	11.1

자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

투자전략: ③ 커버리지 종목 투자지표

판권 매출 증가와 규제 변화에 주목하자

2015년	투자의견	목표주가 (원)	매출 성장률 (%)	영업이익 증가율 (%)	EPS 증가율 (%)	PER (배)	PBR (배)
SBS	매수	52,000	2.4	흑전	흑전	31.2	1.4
CJ헬로비전	매수	16,000	6.0	11.5	163.8	13.2	0.9
CJ E&M	매수	63,000	(4.7)	흑전	(89.2)	63.4	1.4
스카이라이프	매수	24,500	1.6	37.6	40.2	10.7	1.7
현대HCN	매수	5,500	(1.7)	(2.4)	2.9	12.7	0.8
제이콘텐트리	매수	4,600	9.7	26.9	흑전	27.7	2.4
imbc	매수	6,250	29.6	390.0	154.8	21.3	2.1

2015년 4월 30일 종가 기준

SBS (034120) - 매수, 목표주가 52,000원

2015년을 빛낼 슈퍼스타

판권 매출 증가 지속

- 런닝맨 시즌2는 초기 시청률 4.7%를 기록하며 중국 내 흥행몰이 지속
- VOD 가격 인상(50%)과 CPS(지상파재전송료) 인상 가능성도 긍정적

규제 완화 수혜 기대

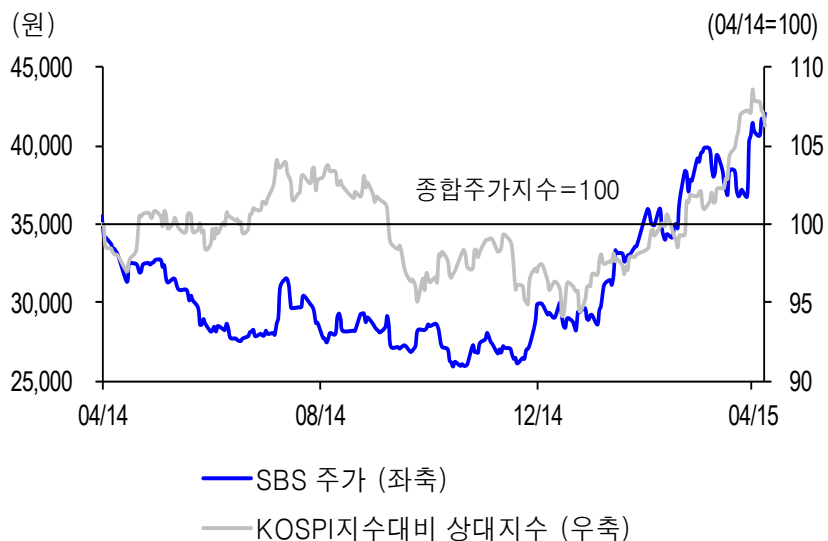
- 광고총량제 시행은 2015년 하반기부터 수익 기여 예상
- 하반기 매 분기 40억원 수준의 이익 증가 전망

투자의견 매수, 목표주가 52,000원

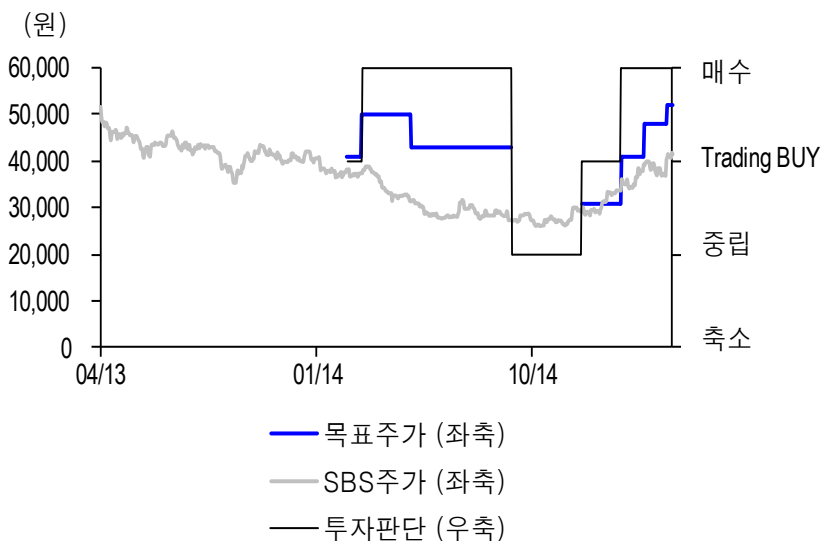
- 2015년 BPS 30,545원에 PBR(주당순자산가치) Multiple 1.7배(3개년 상단에서 10% 할증) 적용
- 주가는 세월호 여파 직후인 1년전 대비 17% 밖에 오르지 않은 반면, 상황은 비교할 수 없을 정도로 개선

SBS (034120) - 매수, 목표주가 52,000원

주가추이



투자의견 및 목표주가 추이



12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (₩)	증가율 (%)	BPS (₩)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2013	707.6	28.4	35.0	26.7	1,460	(7.8)	30,870	28.5	12.6	1.3	4.8	(4.8)
2014	795.7	(12.9)	(4.8)	(3.4)	(184)	적전	29,690	(159.6)	27.1	1.0	(0.6)	(10.3)
2015F	815.1	26.2	31.9	24.6	1,350	흑전	30,545	31.2	11.8	1.4	4.5	(13.0)
2016F	825.0	31.7	40.0	29.8	1,633	20.9	31,584	25.8	10.3	1.3	5.3	(18.7)
2017F	840.7	33.6	43.5	32.4	1,776	8.7	32,716	23.7	9.7	1.3	5.5	(21.3)

CJ헬로비전 (037560) - 매수, 목표주가 16,000원

고진감래(苦盡甘來)

출혈 경쟁 저점 통과

- 하반기 연결 영업이익은 605억원 전망, 상반기 대비 13.5% 증가
- KT의 합산규제 통과와 통신 3사에 대한 인터넷보조금 조사는 출혈 경쟁 완화에 긍정적

농치지 말아야 할 변화의 시작에 주목

- 방통위가 통신/방송 결합상품에 대한 보조금 상한선을 설정한다면 전 유료방송사업자의 수혜 기대
- 주가는 단통법 시행으로 큰 폭 하락, 반대로 유선 단통법 시행은 주가에 긍정적으로 작용할 가능성 높음

투자의견 매수, 목표주가 16,000원

- 2015년 EPS 875원에 PER(주가수익비율) Multiple 18배(미국 케이블 업체 평균) 적용
- 경쟁만 완화되면 언제라도 분기 320~340억원의 이익을 낼 수 있는 사업자

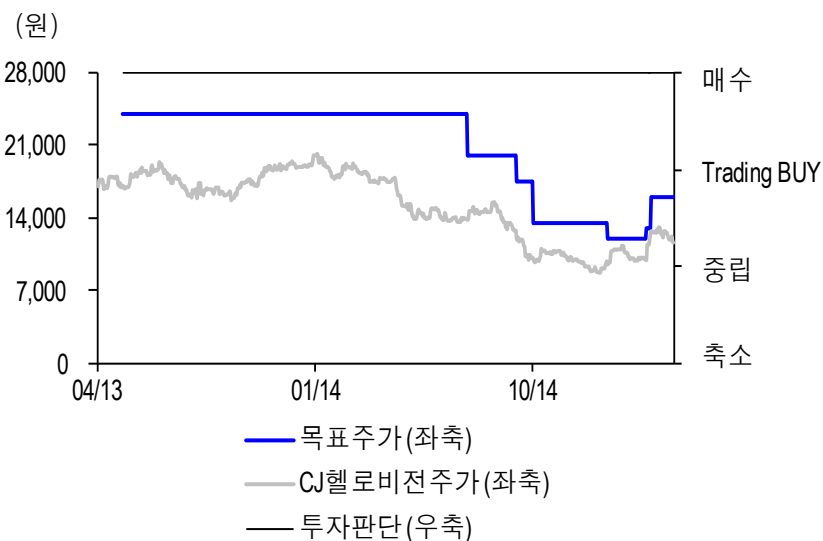
CJ헬로비전(037560) - 매수, 목표주가

16,000원

주가추이



투자의견 및 목표주가 추이



12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2013	1,160.2	115.8	97.4	77.0	994	(25.4)	11,415	19.3	6.9	1.7	9.6	97.1
2014	1,270.4	102.1	32.2	25.7	332	(66.7)	11,666	35.1	4.9	1.0	2.9	109.9
2015F	1,346.3	113.8	81.5	67.7	875	163.8	12,451	13.2	4.6	0.9	7.3	107.3
2016F	1,432.0	138.5	110.5	90.3	1,166	33.4	13,517	9.9	4.2	0.9	9.0	98.7
2017F	1,496.4	167.6	135.0	107.8	1,392	19.3	14,809	8.3	3.8	0.8	9.8	80.9